



**You have downloaded a document from
RE-BUS
repository of the University of Silesia in Katowice**

Title: Fuzje i przejęcia w Europie

Author: Mirosław Czerwiński

Citation style: Czerwiński Mirosław. (1999). Fuzje i przejęcia w Europie. W: E. Skawińska (red.), "Zmiany strukturalne w Europie Zachodniej wobec przekształceń w gospodarce polskiej" (S. 20-28). Katowice : Wydawnictwo Uniwersytetu Śląskiego



Uznanie autorstwa - Użycie niekomercyjne - Bez utworów zależnych Polska - Licencja ta zezwala na rozpowszechnianie, przedstawianie i wykonywanie utworu jedynie w celach niekomercyjnych oraz pod warunkiem zachowania go w oryginalnej postaci (nie tworzenia utworów zależnych).



UNIwersYTET ŚLĄSKI
W KATOWICACH



Biblioteka
Uniwersytetu Śląskiego



Ministerstwo Nauki
i Szkolnictwa Wyższego

Fuzje i przejęcia w Europie

Kilka przykładów

Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw (*mergers and acquisitions*) to zjawisko występujące zwłaszcza w Stanach Zjednoczonych. Tam też dochodzi do największej liczby transakcji. Przykładowo w 1996 roku na świecie odnotowano 22 tys. fuzji o łącznej wartości 1 bln dolarów, z czego 10 tys. o wartości 600 mld dolarów w USA¹. W Europie, może poza Wielką Brytanią, fuzje i przejęcia nie odgrywały dotąd szczególnej roli. Sytuacja uległa zdecydowanej zmianie w drugiej połowie lat dziewięćdziesiątych. Mówi się wręcz o „fuzjomanii”. Nie ma dnia, aby w europejskich dziennikach finansowych nie wspomniano o możliwości zawarcia nowych fuzji lub o już zatwierdzonych fuzjach pomiędzy firmami. W 1996 roku padł europejski rekord fuzji i przejęć, które warte były 250 mld dolarów². Najbardziej skory do zawierania tego typu transakcji jest europejski sektor bankowy i ubezpieczeniowy. O połączeniu poinformowały dwa wielkie banki szwajcarskie: Union de Banques Suisses (UBS) i Société de Banque Suisse (Swiss Bank Corporation — SBC). W konsekwencji powstanie drugi co do wielkości bank świata, ustępujący jedynie japońskiemu, Bank of Tokyo — Mitsubishi. Procesy te przekraczają granice państwa. Przykładem może być fuzja pomiędzy szwedzkim

¹ *Duże znów jest piękne*. „Parkiet” z 25 lutego 1997.

² *Poniedziałek fuzji*. „Nowe Życie Gospodarcze” z 9 listopada 1997.

Nordbanken AB i fińskim Merita Oy czy propozycja włoskiej Assicurazioni Generali SpA przejęcia francuskiego ubezpieczyciela Assurances Générales de France.

Do *mergers and acquisitions* dochodzi również w innych branżach. Kilka przykładów uzmysławia rangę zachodzących przemian. Holenderski potentat w produkcji farby Akzo Nobel planuje przejęcie brytyjskiego giganta Courtauld Plc. Połączone firmy byłyby największym na świecie producentem farb. Z kolei francuska grupa z branży materiałów budowlanych Lafarge S.A. dokonała wrogiego przejęcia Redlanda Plc., brytyjskiego producenta materiałów budowlanych. Czyni to z Lafarge'a największego na świecie producenta betonu i cementu. Podobny efekt — największy na świecie koncern, tym razem papierniczy, większy od dotychczasowego lidera tej branży, amerykańskiego International Paper — będzie miał miejsce, gdy zostanie zrealizowany zamiar połączenia szwedzkiej Story i fińskiego Enso Oy. W Europie również powstanie największe na świecie wydawnictwo naukowe, gdyż brytyjsko-duński koncern Reed Elsevier Plc. postanowił kupić holenderską firmę Wolters Kluwer NV. Wreszcie uzgodniono już największą w niemieckiej historii fuzję, połączenie koncernów stalowych Kruppa i Thyssena. Oznacza to detronizację największego dotąd europejskiego giganta — British Steel.

Podobne przykłady można mnożyć. Ważniejsze jest jednak zastanowienie się nad przyczynami „fuzjomanii” w Europie, jak również próba odpowiedzi na pytanie o dalekosiężne skutki tego procesu. Wyjść jednak trzeba od teoretycznej podbudowy zjawiska określanego mianem *mergers and acquisitions*.

Rodzaje fuzji

Pierwsze rozróżnienie to podział na fuzje poziome, pionowe lub w formie konglomeratu³. Fuzja pozioma polega na połączeniu firm

³ R. Dobbins, W. Frąckowiak, S. F. Witt: *Praktyczne zarządzanie kapitałami firmy*. Poznań 1992, s. 42.

tej samej branży i o podobnym profilu działalności. Ma ona szczególnie sens wówczas, gdy większy rozmiar nowego przedsiębiorstwa pozwala łatwiej osiągnąć korzyści skali, poprzez na przykład obniżenie kosztów stałych. Może to być również krok w stronę osiągnięcia monopolistycznej pozycji na danym rynku, co jest źródłem dodatkowych zysków.

Z fuzją pionową mamy do czynienia wówczas, gdy partnerem jest firma występująca wyżej w łańcuchu produkcyjnym w kierunku konsumenta lub niżej w stronę źródła surowców. Klasycznym przykładem jest połączenie rafinerii z firmą będącą dystrybutorem paliw. Ten rodzaj fuzji powoduje, że część transakcji zawieranych dotąd przez przedsiębiorstwo zostaje przeniesiona do wnętrza firmy, co umożliwia znaczną redukcję wszelkiego rodzaju kosztów transakcyjnych. Poprawia się również przepływ informacji, co ułatwia planowanie poziomu produkcji i zapasów.

Przez konglomerat rozumiemy fuzję firm z branż niespokrewnionych. Wyodrębnia się trzy rodzaje fuzji konglomeratowych:

1) czystą fuzję konglomeratową — połączenie firm zupełnie nie związanych ze sobą;

2) fuzję ekspansji produkcyjnej (*product extension mergers and acquisitions*) — połączenie firm o różnym profilu produkcji, ale działających na tym samym rynku w celu rozszerzenia wspólnej oferty towarowej;

3) fuzję ekspansji rynkowej (*market extension mergers and acquisitions*) — połączenie firm wytwarzających podobne produkty, ale działających na różnych rynkach.

Konglomeraty obniżają ryzyko dzięki zróżnicowaniu swej działalności operacyjnej, angażując się w produkcję w różnych branżach czy też rozszerzając rynki zbytu.

W ogromnej większości fuzji jedna z firm (zwykle ta większa) decyduje się po prostu kupić inną spółkę, negocjuje cenę, a następnie nabywa spółkę będącą przedmiotem negocjacji. Niekiedy działanie takie bywa zapoczątkowane przez nabywaną firmę, ale bardziej rozpowszechnione jest działanie firmy nakierowane na nabycie innej firmy. Po uzgodnieniu ceny oraz innych warunków przejęcia zarządy obu firm muszą jeszcze uzyskać akceptację akcjonariuszy. Jeżeli akcjonariusze zaakceptują podjęte decyzje, firma przejmująca kupuje akcje spółki przejmowanej od jej akcjonariuszy, płacąc

za nie swoimi akcjami, gotówką lub obligacjami⁴. Opisany proces ma miejsce wówczas, gdy zarówno zarządy, jak i akcjonariusze obu firm dostrzegają wspólne korzyści z fuzji i akceptują takie posunięcie. Mówimy wówczas o fuzji przyjacielskiej. Zdarzają się jednak wypadki, kiedy fuzja następuje w wyniku „wrogiego przejęcia” (*hostile takeover*)⁵. Taka sytuacja występuje wówczas, gdy nie dochodzi do uzgodnienia warunków przejęcia przez zarządy obu firm. Przykładowo, menedżerowie spółki przeznaczonej do przejęcia mogą uważać, że cena oferowana za akcje jest zbyt niska lub po prostu boją się utracić swoje posady. Jedynym sposobem na przeprowadzenie takiej fuzji jest zwrócenie się firmy przejmującej bezpośrednio do akcjonariuszy firmy przejmowanej i jawny bądź ukryty zakup akcji. W Stanach Zjednoczonych i w Wielkiej Brytanii taki sposób nabycia przedsiębiorstwa jest dość częsty. W Europie Zachodniej natomiast nabywanie firmy wbrew woli jej kierownictwa nie jest jeszcze szeroko rozpowszechnione. Wiele wskazuje jednak na to, że „wrogie przejęcia” wejdą do arsenału postępowania firm europejskich. Przykładem tego może być wspomniana już fuzja Kruppa i Thyssena. Zanim bowiem doszło do wzajemnych uzgodnień pomiędzy kierownictwami obu firm, Krupp próbował dokonać na Thyssenie „wrogiego przejęcia”. Było to możliwe, ponieważ znacznie więcej aniżeli połowa akcji Thyssena była rozproszona w rękach drobnych akcjonariuszy. Umożliwiło to Kruppowi ogłoszenie zamiaru kupienia konkurencyjnego przedsiębiorstwa bez zgody jego zarządu, poprzez podkupienie drobnych akcjonariuszy. Wywołało to w Niemczech ogromne wzburzenie. Uznano, że jest to przejęcie według „maniery Dzikiego Zachodu”. Sprawę udało się ostatecznie zakończyć polubownie dzięki interwencji premiera Nadrenii-Westfalii Johanna Raua. Wydaje się jednak, że przedsiębiorstwa europejskie, przymuszone globalizacją rynków i narastającą w związku z tym konkurencją, będą coraz częściej sięgać do „wrogich przejęć”. Warto więc przytoczyć w tym miejscu doskonale znane z praktyki firm amerykańskich niektóre mechanizmy obronne, które mogą uchronić przed takim przejęciem⁶.

⁴ M. Brett: *Świat finansów*. Warszawa 1992, s. 132–134.

⁵ E. Głogowski, M. Münch: *Nowe usługi finansowe*. Warszawa 1994, s. 187.

⁶ E. F. Brigham: *Podstawy zarządzania finansami*. T. 3. Warszawa 1996, s. 222.

Pierwszą z metod taktyki obronnej jest poszukiwanie tzw. białego rycerza (*white knight*), czyli firmy łatwiejszej do zaakceptowania przez zarząd spółki będącej przedmiotem ataku zmierzającego do „wrogiego przejęcia”. Chodzi o to, aby „biały rycerz” przedłożył konkurencyjną ofertę kupna, co może uniemożliwić „wrogie przejęcie”. Inną z metod jest zastosowanie tzw. zatrutej pigułki (*poison pill*), czyli działania przynoszącego poważne szkody spółce w przypadku jej przejęcia przez inną firmę. Może to być np. zaciągnięcie pożyczki na warunkach zakładających natychmiastową jej spłatę w przypadku przejęcia pożyczkobiorcy bądź też przyznanie menedżerom firmy przejmowanej tak dużych wypłat w przypadku przejęcia spółki (tzw. złote spadochrony), że wynikający z nich odpływ środków pieniężnych praktycznie uczyniłby fuzję nieopłacalną. Nie sposób nie zauważyć, że metoda „zatrutej pigułki” jest wręcz samobójcza dla firmy będącej obiektem ataku. To samo można powiedzieć o tzw. zielonej poczcie (*greenmail*) będącej formą szantażu jednej spółki przez drugą⁷. Spółka-szantażysta gromadzi znaczną liczbę akcji potencjalnej ofiary, by następnie zagrozić, że przejmie ją lub sprzeda posiadane udziały innej firmie zainteresowanej przejęciem, jeśli obiekt tych zabiegów nie odkupi swych akcji po znacznie zawyżonej cenie. Trzeba jednak dodać, że operacjom takim sprzyja większa swoboda nabywania własnych akcji, jaką mają spółki amerykańskie w porównaniu z europejskimi. Nie oznacza to jednak, że taka ostra rywalizacja na rynku, przypominająca — choćby specyficznymi określeniami — wręcz wojnę, nie ma miejsca w Europie⁸.

Uzasadnienie fuzji

Można wymienić kilka zasadniczych powodów, dla których firmy dążą do połączenia się. Pierwszym, podstawowym, jest tzw. efekt

⁷ Tamże, T. 1, s. 36—37.

⁸ Szerzej o praktykach stosowanych na rynku brytyjskim można przeczytać w pracy: M. Brett: *Świat...*, s. 132—139; a o praktykach na rynku francuskim w pracy: B. Belletante: *Gielda, jej funkcjonowanie i rola w życiu gospodarczym*. Warszawa—Poznań 1996, s. 148—159.

synergii. Chodzi o to, że wartość firmy powstałej w wyniku fuzji dwóch spółek może być większa aniżeli suma wartości tych spółek rozpatrywana z osobna. Czyli że $1 + 1$ może dać tutaj więcej niż 2. Wskazuje się na cztery podstawowe źródła efektów synergicznych. Po pierwsze — są to korzyści skali wynikające z rozłożenia kosztów stałych na większą liczbę jednostek danego produktu. Po drugie — oszczędności finansowe wynikające z ograniczenia kosztów transakcyjnych oraz z lepszej koordynacji działań poszczególnych jednostek, zwłaszcza w przypadku fuzji pionowych. Istotny jest również większy potencjał pożyczkowy i mniejszy koszt długu. Po trzecie — podniesienie efektywności zarządzania wówczas, gdy zarząd spółki wykupującej może wykorzystać swoje kwalifikacje i doświadczenie w kierowaniu nowo nabytą firmą. Po czwarte — większa siła rynkowa, będąca efektem fuzji, co oznacza zwiększenie konkurencyjności na rynku. Pamiętajmy jednak, że to, co może być korzystne dla firmy, czyli wzrost jej znaczenia na rynku, może się okazać społecznie niepożądane, jeżeli oznaczałoby jego zmonopolizowanie.

Drugim powodem przeprowadzenia fuzji może być chęć zdywersyfikowania produkcji. Dotyczy to przede wszystkim fuzji konglomeratowych. Rozszerzenie i zróżnicowanie produkcji, a także poszerzenie dotychczasowych rynków zbytu uniezależnia w znaczącym stopniu od wahań koniunktury rynkowej i sezonowości sprzedaży. Wpływa to na stabilność przychodów i wyników finansowych, a więc zmniejsza ryzyko działalności. Inna sprawa, że jest to argument przemawiający do zarządu i pracowników firmy, ale już w mniejszym stopniu do jej akcjonariuszy, którzy mogą przecież dywersyfikować swoje ryzyko przez zróżnicowanie portfela papierów wartościowych na rynku kapitałowym.

Trzecim uzasadnieniem fuzji mogą być uwarunkowania prawne. Na przykład rentowna firma płacąca wysoki podatek dochodowy może nabyć spółkę przynoszącą straty, by wykorzystać to dla ochrony własnego dochodu. Trudno się oczywiście spodziewać, aby oficjalnie przedstawiono taki powód fuzji, bo spotkałoby się to z protestem władz podatkowych. Ponieważ jednak każda fuzja jest wynikiem wielu czynników, trudno dowieść, że jedynym czy podstawowym powodem fuzji były względy podatkowe.

Ocena zjawiska „fuzjomanii” na rynku europejskim

W literaturze przedmiotu pojawia się stwierdzenie, że w XX wieku można wyróżnić cztery etapy rozwoju zjawiska *mergers and acquisitions*⁹. W jego początkach dochodziło do konsolidacji podstawowych branż przemysłu, takich jak przemysł stalowy czy naftowy. Dominowały zatem fuzje poziome. Drugi etap to lata dwudzieste i szczególna rola fuzji pionowych. Trzeci etap, dla którego charakterystyczne było powstawanie konglomeratów, przypada na lata sześćdziesiąte. Wreszcie etap czwarty to lata osiemdziesiąte, gdy sytuacja rynkowa zaczęła zmuszać firmy do łączenia sił w walce o utrzymanie rynków lub zdobycie nowych obszarów. Recesja przełomu lat osiemdziesiątych i dziewięćdziesiątych spowolniła te procesy, a w świecie finansów skupiono się na sytuacji wewnętrznej przedsiębiorstw.

Wiele wskazuje na to, że druga połowa lat dziewięćdziesiątych, kiedy procesy *mergers and acquisitions* powracają ze wzmożoną siłą, zapoczątkowuje nowy jakościowo etap. Dotyczy to zwłaszcza Europy Zachodniej. Świadczy o tym kilka charakterystycznych cech tego okresu. Po pierwsze, Europa podejmuje wyzwania płynące z globalizacji światowych rynków gospodarczych. Aby konkurować z największymi firmami amerykańskimi czy japońskimi trzeba prezentować równą im siłę¹⁰. Konieczne są zatem fuzje, nie liczące się z granicami państwowymi, największych firm europejskich. Sprzyja temu szybki rozwój czy wręcz rewolucja w telekomunikacji, która przeobraża sposób działalności przedsiębiorstw. W tej chwili nie ma większych przeszkód, aby łączyły się firmy odległe od siebie o setki, a nawet tysiące kilometrów. Po drugie, czynnikiem wymuszającym fuzje jest zbliżająca się data wprowadzenia wspólnej europejskiej waluty. Przy stałych kursach wymiany liczyć się będzie wyłącznie cena, co do-

⁹ R. Dobbins, W. Frąckowiak, S. F. Witt: *Praktyczne zarządzanie...*, s. 49; E. F. Brigham: *Podstawy zarządzania...*, T. 3, s. 209.

¹⁰ Na opublikowanej w „Financial Times” liście 500 największych firm światowych 1997 roku znalazły się 222 przedsiębiorstwa amerykańskie i 71 przedsiębiorstw japońskich. Zob. *Najwięksi na świecie*. „Gazeta Bankowa” z 30 maja—5 czerwca 1998.

datkowo zaostrzy konkurencję. To z kolei będzie wymuszało obniżkę kosztów, a tę — jak wiemy — ułatwia łączenie firm. Po trzecie wreszcie, mamy do czynienia z obiektywnym procesem rozwoju gospodarki światowej preferującym silne kapitałowo instytucje. Tylko te są w stanie sprostać nakładom na technologię i jakość. Wszystko to sprawia, że procesy *mergers and acquisition* będą nie tylko zjawiskiem trwałym w gospodarce krajów europejskich, ale także — jak można przypuszczać — będą przybierały na sile.

Analitycy ekonomiczni w Europie pozytywnie oceniają tę nową falę fuzji. Nie można jednak zapominać o tym, że niesie ona również poważne potencjalne zagrożenia. W łączących się firmach z reguły następuje redukcja zatrudnienia. Wobec bardzo niewielkiej elastyczności rynku pracy w krajach Europy Zachodniej (poza Wielką Brytanią) doprowadzi to do wzrostu bezrobocia. Aby temu przeciwdziałać konieczna jest daleko idąca deregulacja rynku pracy. Innym zagrożeniem będzie postępująca monopolizacja w wielu dziedzinach gospodarki. Z punktu widzenia rynku światowego nie stanowi to zagrożenia, jednak na rynkach poszczególnych krajów nastąpi bardzo istotne złamanie zasad wolnej konkurencji. Ustawodawstwo antymonopolowe raczej nie będzie w stanie przeciwstawić się temu zjawisku (z wymienionych wcześniej względów byłoby to nawet niekorzystne), a to oznacza dalsze ograniczenie wolnej konkurencji na rzecz konkurencji monopolistycznej.

Mirosław Czerwiński

Fusionen und Übernahmen in Europa

Zusammenfassung

Eine der Folgen der Globalisierung der Märkte und des sich im Zusammenhang damit verstärkenden Konkurrenzzwangs ist die Verbreitung in Europa der Fusions- und Übernahmeprozesse, also einer Erscheinung, die bislang vor allem in den USA vorkam.

In der technischen Hinsicht unterscheidet man zwischen den horizontalen und senkrechten Fusionen sowie einer Form des Konglomerats. Außer den Fusionen, die zwischen den interessierten Firmen ausgehandelt worden sind, kann es auch zu den

sog. feindlichen Übernahmen kommen. Die ökonomische Begründung der Fusionen besteht vor allem in dem sog. Effekt der Synergie, Senkung der Geschäftskosten, Diversifizierung der Produktion und Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit der neu entstandenen Firma.

Die in Europa immer häufiger vorkommenden Fusions- und Übernahmeprozesse sollten aber nicht ausschließlich positiv bewertet werden. Sie werden zur Vergrößerung der Arbeitslosigkeit führen, die schon heute ein ernsthaftes soziales Problem darstellt und in einer voranschreitenden Monopolisierung vieler Wirtschaftszweige resultieren.

Miroslaw Czerwiński

Mergers and take-overs in Europe

Summary

One of the results of the globalisation of the market and the growing pressure for competitiveness is that the practice of mergers and take-over bids has become widespread in Europe, whereas it has been so far particularly typical of the United States.

From a formal point of view, we distinguish horizontal, vertical mergers and the form of the conglomerate. Apart from the mergers that have been agreed upon by the interested parties, we may also observe the so called „hostile mergers.” Mergers are justified from an economic point of view by the so called synergetic effect, the lowering of transaction costs, diversification of production, and an increase in the market potential of the new company.

The growing popularity of mergers and take-overs in Europe cannot, however attract only favourable comment. One of its effects will be the intensification of the already great problems with high unemployment, and the growing monopolisation in many branches of economy.